2020 年 07 月 19 日

星星之火，可以燎原

羊奶粉行业系列报告之奶源篇

主要观点：

▶ 羊奶粉产量远低于牛奶粉，羊奶海外供应优势强

2018 年中国羊奶粉销售额为 80 亿元，在中国婴幼儿配方奶粉中占比 4.9%。主要原因是羊奶粉产量羊奶粉原料羊奶和羊乳清蛋白产量的短缺和奶山羊规模化养殖企业数量较少。

2018 年全球奶山羊出栏量亚洲和欧洲占比分别为 52.22%和 4.43%；全球山羊奶产量亚洲和欧洲分别为 52.69%和 16.64%。虽然亚洲奶山羊的存栏量和乳产量都是最高，但由于亚洲养殖规模化程度低、加工水平低、生产过程管理不当，导致山羊奶的实际有效供给量比较低，成熟羊奶产地仍集中在欧洲、澳洲等国家。

▶ 国内市场羊奶粉品牌以国外羊奶奶源供应为主

中国羊奶粉市场规模逐年上升，预计 2020 年规模达到 100 亿元，2013-2020 年羊奶粉市场规模 CAGR 为 18.65%。随着中国羊奶粉市场份额不断提升，国内外奶粉品牌逐渐加入到国内羊奶粉行业的竞争中。目前国内较为知名的羊奶粉品牌主要有佳贝艾特、蓝河、拉朵小羊、圣特拉慕、金领冠悠滋小羊等。知名度较高的品牌如佳贝艾特、拉朵小羊等羊奶奶源均来自于欧洲或澳洲。

▶ 羊奶粉行业龙头企业澳优

澳优佳贝艾特羊奶粉在全部羊奶粉(含进口+国产)的市占率约为 30%，连续四年稳居市场份额第一，在全部进口羊奶粉中市场份额超过 60%，稳坐全球羊奶第一品牌宝座。预计 2020-2022 年实现收入 82.8/101.3/122.2 亿元，对应 PE 分别为 17/13/11 倍。首次覆盖，给予买入评级。

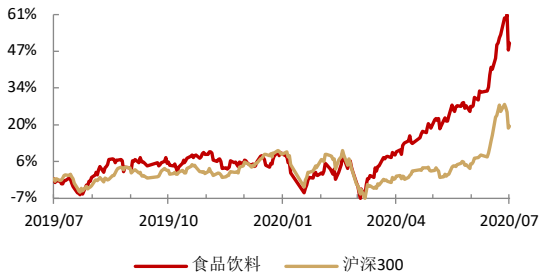
风险提示：

新生儿人口数量持续下降的风险、食品安全风险、消费者需求转变风险、行业内竞争激烈带来的风险等。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



证券分析师：寇星
邮箱：kouxing@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520040004
联系电话：15811000965

助理分析师：王厚
邮箱：wanghou@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：15331993491

盈利预测与估值

重点公司									
股票代码	股票名称	收盘价（元）	投资评级	EPS(元)			P/E		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
1717.HK	澳优	13.33	买入	0.54	0.79	1.02	18.57	17.34	13.04

资料来源：wind，华西证券研究所

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群。。

正文目录

1. 羊奶粉产量远低于牛奶粉，羊奶海外供应优势强 3
1.1. 国内羊奶产区分布 5
1.2. 国外羊奶产区分布 9
2. 国内市场主要品牌奶源布局 11
3. 羊奶粉龙头企业——澳优 13
4. 盈利预测 15
5. 风险提示 18

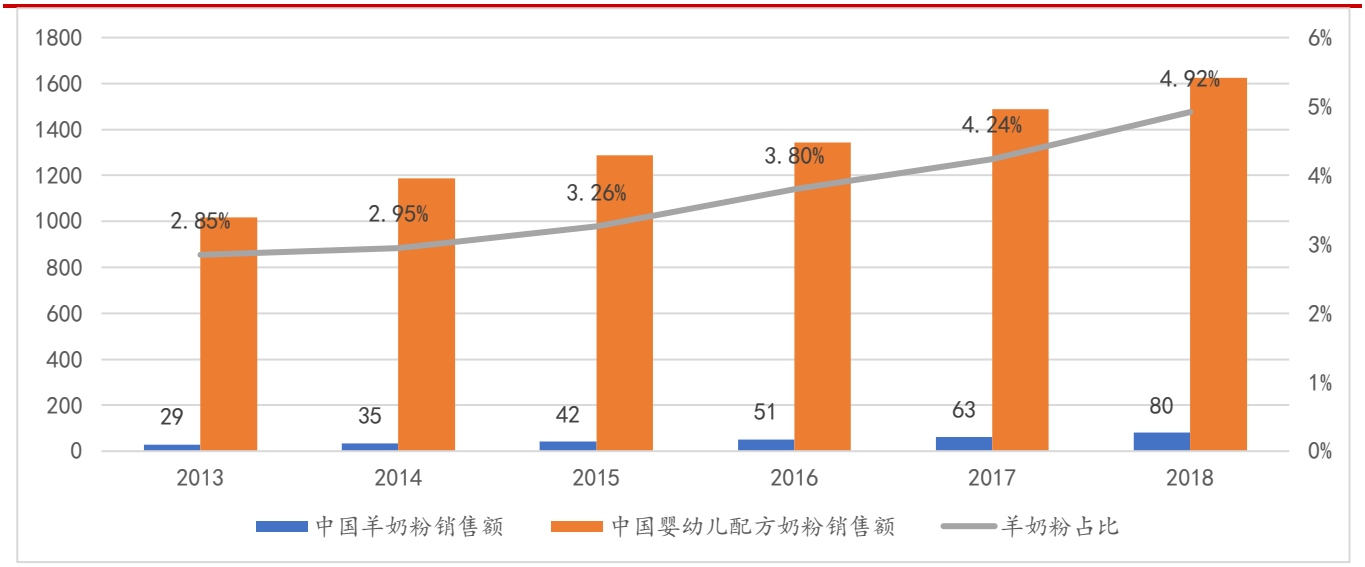
图表目录

图表 1 2013-2018 年中国羊奶粉和婴幼儿配方奶粉销售额（亿元） 3
图表 2 2013-2018 年全球牛奶和山羊奶产量（百万吨） 4
图表 3 2018 年全球奶山羊存栏量占比（%） 4
图表 4 2018 年全球山羊奶产量占比（%） 4
图表 5 婴儿配方奶粉原材料成本构成（%） 5
图表 6 国内主要奶山羊品种 6
图表 7 2017-2018 年中国奶山羊存栏量（万只） 7
图表 8 2017-2018 年中国山羊奶产量（万吨） 7
图表 9 2017 年陕西羊乳主要产区情况 8
图表 10 云南省奶山羊存栏量（万只） 9
图表 11 云南省山羊奶产量（万吨） 9
图表 12 印度山羊奶产量（千吨） 9
图表 13 全球主要羊奶产出国羊奶单产量对比（公斤/只/年） 10
图表 14 1986-2014 年荷兰奶山羊产奶数据 10
图表 15 2013-2018 全球羊乳制品销量（万吨） 11
图表 16 2013-2018 全球羊乳粉销量（万吨） 11
图表 17 2013-2018 全球其他羊乳制品销量（万吨） 11
图表 18 2013-2020 中国羊奶粉市场规模（亿元） 11
图表 19 几款羊奶粉品牌信息 12
图表 20 澳优羊奶粉工厂统计 12
图表 21 2018 年全球各地区羊奶产量、占比和销售额情况 13
图表 22 公司营业收入及增长率（亿元） 14
图表 23 公司归母净利润及增长率（亿元） 14
图表 24 不同羊奶粉品牌知名度/市场渗透率 14
图表 25 公司羊奶粉营业收入及增速（亿元） 14
图表 26 2006-2019 年公司毛利率与净利率（%） 15
图表 27 2006-2019 年销售费用率与管理费用率（%） 15
图表 28 澳优收入预测（百万元） 16
图表 29 澳优财务预测表 17
图表 30 可比公司估值对比 17

1. 羊奶粉产量远低于牛奶粉，羊奶海外供应优势强

中国婴儿配方羊奶粉的产量远低于牛奶粉，导致羊奶粉销售额在婴幼儿配方奶粉销售额中的占比较低。根据观研天下的数据，2018 年中国羊奶粉销售额为 80 亿元，在中国婴幼儿配方奶粉中占比 4.9%。

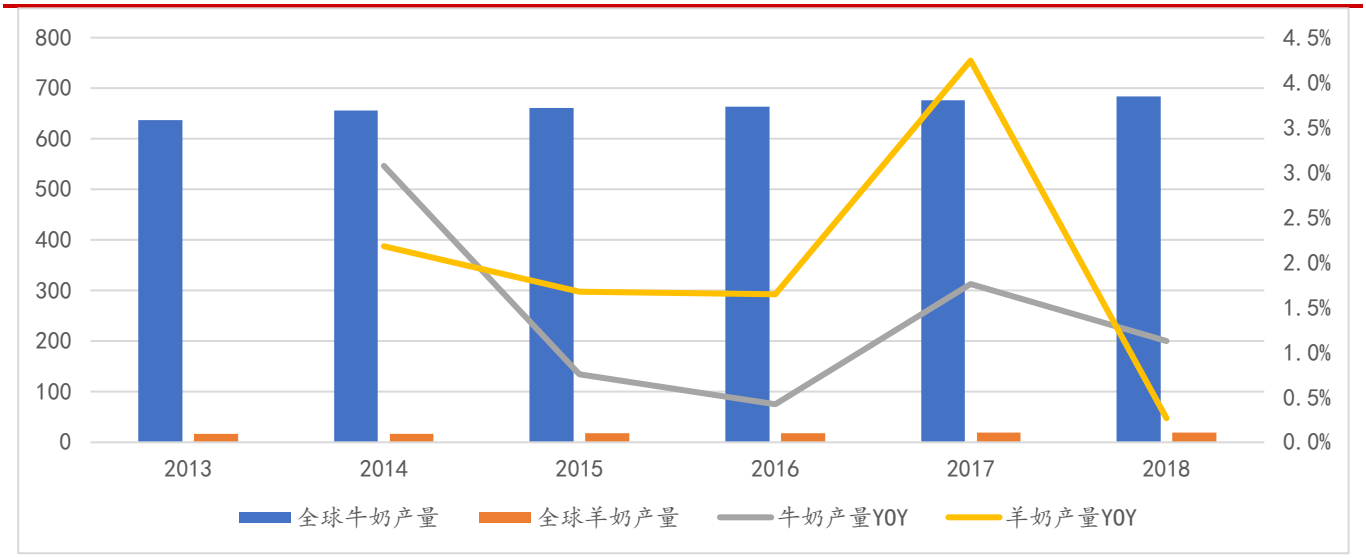
图表 1　2013-2018 年中国羊奶粉和婴幼儿配方奶粉销售额（亿元）



资料来源：Euromonitor，观研天下，华西证券研究所

造成羊奶粉产量远低于牛奶粉的原因，第一是羊奶粉的重要原料之一羊奶的短缺。奶山羊体格小，产乳量低，奶山羊每胎泌乳期 8-10 个月，平均泌乳量只有 500-600 公斤/年。而奶牛相对体格较大，每年的泌乳期在 300 天左右，时间较长，中国的荷斯坦奶牛每年产奶量最高可达到 1.5 万公斤。根据 FAO 的数据，2018 年全球牛奶和山羊奶产量分别为 6.83 亿吨和 1871.21 万吨，山羊奶产量仅为牛奶产量的 2.74%，远远低于牛奶的产量。同时，全球羊奶产量历年的同比增长率也比较低，2015-2017 年同比增长率仅略高于全球牛奶产量，2018 年同比增长率仅有 0.27%。

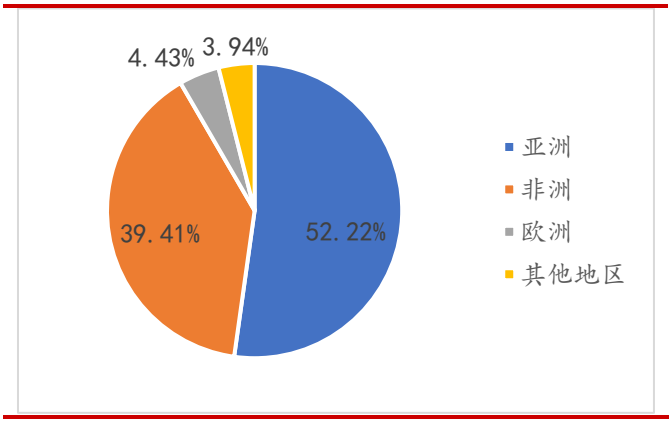
图表 2　2013-2018 年全球牛奶和山羊奶产量（百万吨）



资料来源：FAO，华西证券研究所

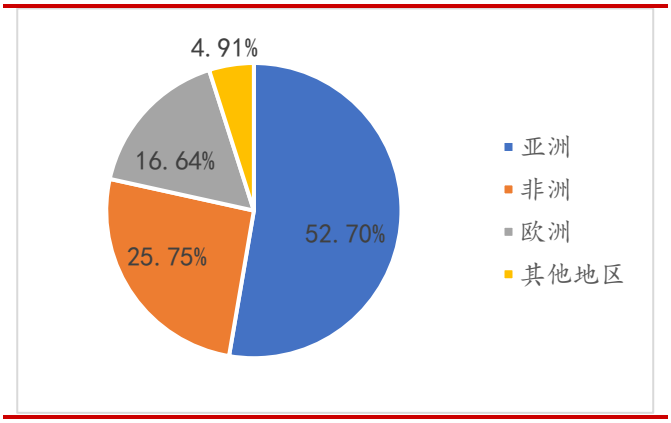
第二是奶山羊饲养要求较高，规模化养殖企业较少。奶山羊的饲养条件要求较高，不能集中饲养，所以牧场分散，规模化和产业化的企业养殖成本高。并且，很多国家以肉羊饲养为主，奶山羊养殖较少，这些都导致奶山羊养殖企业较少，羊奶粉原料短缺。根据 FAO 数据，2018 年全球奶山羊存栏量大约共计 20300 万只；全球奶山羊出栏量亚洲和欧洲占比分别为 52.22%和 4.43%；全球山羊奶产量亚洲和欧洲分别为 52.69%和 16.64%；亚洲和欧洲奶山羊产量分别为 985.94 和 311.37 万吨。虽然亚洲奶山羊的存栏量和乳产量都是最高，但由于亚洲养殖规模化程度低、加工水平低、生产过程管理不当，导致山羊奶的实际有效供给量比较低，成熟羊奶产地仍集中在欧洲、澳洲等国家。

图表 3　2018 年全球奶山羊存栏量占比（%）



资料来源：FAO，华西证券研究所

图表 4　2018 年全球山羊奶产量占比（%）

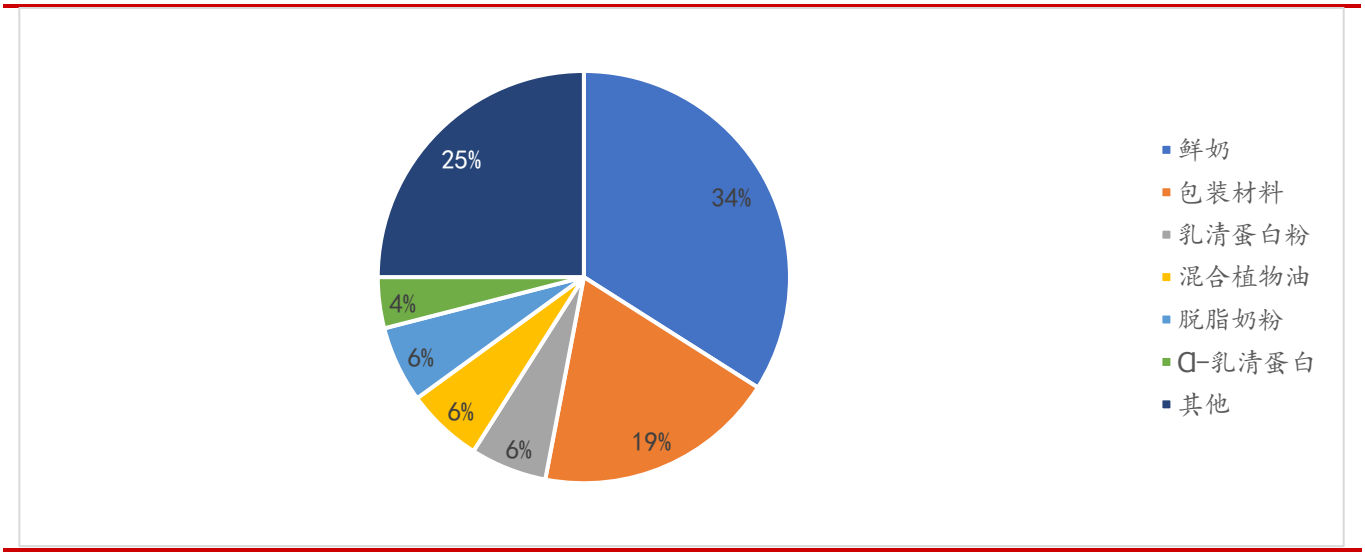


资料来源：FAO，华西证券研究所

第三，除了羊奶，羊乳清蛋白粉同样短缺。婴配奶粉中除了鲜奶，乳清蛋白粉也是主要原材料。在羊奶产量本来就比较小的基础上，每 1000 克羊奶中只能提取 6 克羊乳清蛋白，使得羊乳清蛋白就更加珍贵。同时，2016 年奶粉新政配套文件中明确规定：“产品名称中有动物性来源的，应当在配方组成中标明使用的生乳、乳粉、乳清(蛋白)粉等乳制品原料的动物性来源。同一乳制品原料有两种以上动物性来源的，

应当标明各种动物性来源原料所占比例。”新规再次提高了羊奶粉行业的准入门槛，也提高了市场上纯含羊乳清蛋白婴配奶粉产品的价格。

图表 5　婴儿配方奶粉原材料成本构成（%）



资料来源：中国飞鹤招股说明书，华西证券研究所

1.1. 国内羊奶产区分布

我国羊乳制品行业发展经历了三个阶段。第一阶段（2007 年以前），行业发展较为缓慢，是无序的自然发展期。第二阶段（2008-2017 年），国内消费者在经历了“三聚氰胺”事件后逐渐了解到山羊乳产业，使得国内羊乳制品市场逐渐扩大。第三阶段（2017 年至今），2016 年婴配奶粉资质审查调整后，行业进入稳定发展期，根据前瞻产业研究院的预测，预计 2020 年婴配羊乳粉市场规模将达到 100 亿元。

我国奶山羊生产和经营已经在部分地区形成规模，目前主要集中在陕西和山东一带。根据陕西工人报的数据，2018 年我国山羊奶产量为 133 万吨，约占亚洲羊奶产量的 13.49%，我国羊奶产量整体偏小。目前，国内的奶山羊养殖分布主要呈现以陕西和山东两省为主，云南、河南、辽宁、河北、内蒙古等新产区奶山羊快速发展的格局。同时，国内奶山羊产业正在从传统养殖模式快速向现代化、集约化、标准化、多样化的质量效益型适度规模经营模式转变。目前，国内主要有 8 种奶山羊品种，由国外进口品种和国内培育品种构成，不同产区分布的奶山羊品种有所不同。

图表 6 国内主要奶山羊品种

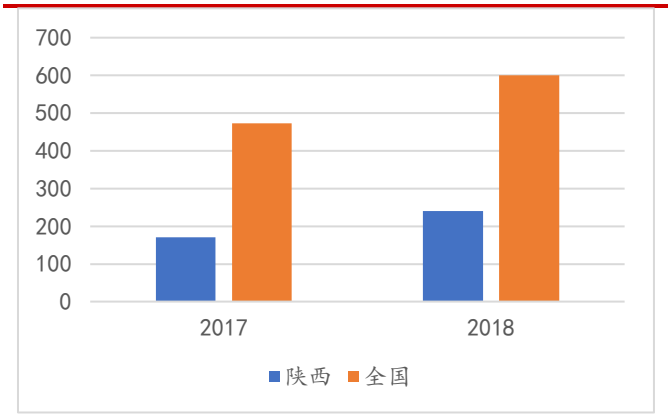
品种	产地	泌乳量	品种特色	国内分布
萨能奶山羊	瑞士	泌乳期一般 8-10 个月，产奶量 600-1200kg，最高个体产奶记录 3430kg。	世界上最优秀的奶山羊品种之一，分布最广，现在半数以上的奶山羊品种都有它的血缘。	陕西、山东、云南等地
吐根堡山羊	瑞士	泌乳期 287 天左右，产奶量 600-1200kg。	适应能力极强（炎热气候和山地牧场），耐粗料饲养，性情温顺。	四川、东北等地
努比亚奶山羊	埃及	泌乳期一般 5-6 个月，产奶量一般 300-800kg，盛产期日产奶 2-3kg，高者可达 4kg 以上。	繁殖力强，一年可产两胎，每胎 2-3 羔。因原产于干旱炎热地区，所以耐热性好，但对寒冷潮湿的气候适应性差。	四川等地
崂山奶山羊	中国	泌乳期一般 8-10 个月，第一胎平均泌乳量 557kg，第二、三胎平均为 870kg。	能适应各种气候条件和饲养管理，耐苦力强，是我国培育成功的优良奶山羊品种之一。	山东
河南奶山羊	中国	泌乳期一般 8-10 个月，年产奶量一般为 500-800kg，高者可达 1100kg 以上。	豫西地方品种之一，主要产于陇海铁路沿线的郑州、开封、洛阳及南阳四个地区。	河南
关中奶山羊	中国	泌乳期一般 7-9 个月，年产奶 450-600kg	我国奶山羊著名优良品种，适应性好。耐粗饲，易于饲养管理，抗病力强，遗传性能稳定。	陕西、云南等地
圭山山羊	中国	泌乳期一般 5-7 月，产鲜奶 150-200kg	肉乳兼用山羊，生长发育快、成熟早、繁殖能力强、肉质细嫩。	云南等地
文登奶山羊	中国	泌乳期一般 250-270 天，平均年产奶量 800kg 以上	乳用型明显，产量稳定，一胎 600kg 以上，二胎 800kg 以上，三胎及三胎以上 850kg 以上。	山东

资料来源：搜狐网，农业百科，华西证券研究所整理

陕西省奶山羊存栏量、羊奶产量、羊奶加工能力、羊乳制品产量和羊乳制品销量均为全国第一名。由于陕西八百里秦川位于奶源养殖带，气候适宜奶山羊的生长。同时，陕西的农业以小麦和玉米为主，为奶山羊的饲养提供了丰厚的秸秆饲料来源。地理优势、气候条件和丰富的饲料来源使得陕西关中地区特别适宜发展奶山羊产业。根据陕西工人报的数据，2018 年全国羊乳产量为 133 吨，陕西为 60 吨，占全国羊乳产量的 45%；2018 年全国奶山羊存栏量约 600 万只，陕西为 240 万只，占全国奶山羊存栏量的 40%。陕西省已经成为我国羊乳制品的重要加工基地。

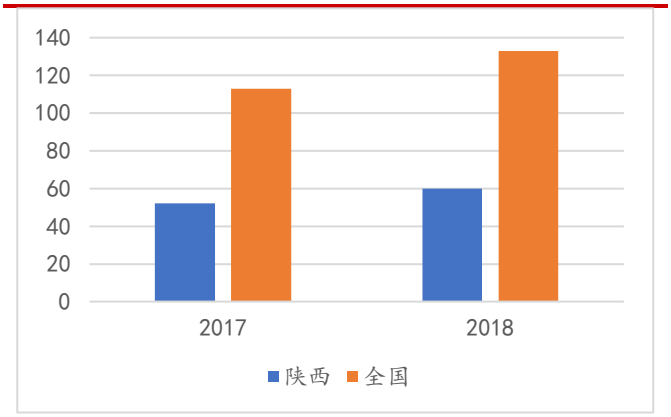
根据陕西省人民政府新闻办公室召开的发布会中的公布数据，2018 年，陕西省羊乳加工企业 34 个，年设计加工生鲜羊奶能力约 100 万吨，全省羊乳品牌近 30 个，其中 18 家企业完成婴幼儿配方乳粉注册。2018 年陕西的羊奶粉产量 8.3 万吨，在全国占比超过 80%。根据陕西日报的数据，2019 年陕西羊乳制品总产量 12.9 万吨，全产业链产值达 285 亿元，羊乳制品产销量均占到国产羊奶粉市场份额的 80%以上，其中婴配羊奶粉占国产市场份额 95%以上。

图表 7 2017-2018 年中国奶山羊存栏量（万只）



资料来源：陕西工人报，华西证券研究所

图表 8 2017-2018 年中国山羊奶产量（万吨）



资料来源：陕西工人报，华西证券研究所

陕西省关中地区奶山羊产业发展良好，带动周边地区的发展。陕西关中地区最适合奶山羊的生长，多家国内知名的羊奶粉加工企业在富平县和陇县等地布局，带动羊奶生产和产品加工产业链发展较为完善。并且，陕西省千阳县被列定为奶山羊良种繁育基地，也带动周边地区发展良种奶山羊。根据《中国奶山羊产业发展综述》的数据，2017 年陕西省奶山羊存栏 30 只以上养殖场户共 8465 个，存栏量和羊奶产量分别占全省的 38.4%和 44%;1000 只以上规模养殖场户 32 个，存栏量和羊奶产量分别占全省的 7%和 8%。目前，陕西省奶山羊养殖已经逐渐向产业化和标准化发展，奶山羊养殖产业发展已由传统的分散养殖向适度规模和标准化规模养殖转变。

国家和省政府支持羊乳业发展，陕西省政府明确千亿级奶山羊发展目标。农业厅、工信厅、食药监局于 2014 年联合制定了《关于加快奶山羊产业发展的意见》。2018 年 6 月《国务院办公厅关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》中要求“积极发展乳肉兼用牛、奶水牛和奶山羊等其他奶畜生产，进一步丰富奶源结构”，说明国家开始支持发展羊乳业。2018 年 12 月，陕西省政府发布《关于实施“3+X”工程加快推进产业脱贫夯实乡村振兴基础的意见》，明确提出了“千亿级奶山羊全产业链”的发展目标。政府指出：第一，省财政每年安排 1.4 亿元专项资金为加快推进奶山羊全产业链发展；第二，政府期望提升上游奶山羊养殖和羊奶产量的规模以及下游产业链的加工制造水平，并计划到 2020 年全省奶山羊存栏达到 300 万只，全产业链产值达到 355 亿元；第三，促进陕西的奶山羊产业快速发展，形成以富平、陇县、乾县等 7 个县区为重点区域的国内一流、世界驰名奶山羊产业集群示范区。

图表 9 2017 年陕西羊乳主要产区情况

地区	羊乳产量（万吨）	存栏量（万只）	产奶羊（万只）
富平县	14.0	48.0	28.0
泾阳县	6.0	15.0	12.0
三原县	5.5	13.0	11.0
阎良区	3.0	8.7	6.0
陇县	4.0	13.0	8.0
蓝田县	3.5	11.0	7.0
千阳县	3.0	10.5	6.0
蒲城县	2.5	7.3	5.0
淳化县	2.2	6.5	4.3
乾县	1.8	5.2	3.0
总计	45.5	138.2	90.3

资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所整理

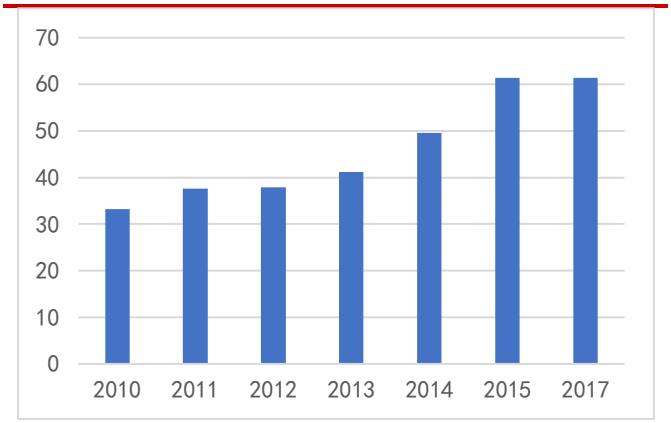
山东省是我国第二大奶山羊养殖和羊奶生产大省。由于干旱和半干旱的生态条件非常适合奶山羊养殖，根据《中国奶山羊产业发展综述》的数据，山东省境内拥有崂山奶山羊原种场 1 个，文登奶山羊繁育中心 1 个，500 只规模以上奶山羊养殖场 23 个。2017 年，全省奶山羊存栏量 132.45 万只，泌乳母羊 52.98 万余只，年产奶量 19.07 万吨，奶山羊养殖产业年销售收入 1.96 亿元。山东省奶山羊存栏量在 30 只以上的有 6236 户，500 只以上奶山羊养殖场 23 个，1000 只以上规模养殖场 23 个。

山东省羊奶产业已经形成了一定的产业链优势，但由于规模较小未能形成规模效应。山东省青州和新泰等地有一批畜牧机械加工制造企业，还有一批指明液态奶加工企业，为山东省羊奶产业上下游产业链区域发展优势助力。目前，山东省羊奶产业已初步以畜牧机械生产、良种培育、产品加工为特色的科技化、产业化、规模化、精准化优势产业模式。但是，由于省内羊奶整体规模较小，龙头企业市场份额较小，未能形成规模效应，所以省内整体产业分布仍然较为分散，规模化养殖企业较少，大部分养殖企业以奶山羊养殖为主，兼顾散户形式产品销售，导致生奶粉加工企业在产业中的核心竞争优势较弱。

我国南方奶山羊的养殖主要分布在云南省。云南省奶山羊主产区为昆明市、曲靖市、红河州及圭山山脉一带，奶山羊饲养分散。并且，云南省奶山羊采用传统手工挤乳的生产方法。一方面不能保证乳原料的质量和食品安全，另一方面省内的羊奶主要用于制作传统民族食品乳饼。所以云南省规范养殖和加工羊奶的企业鲜少，实际用于生产羊奶粉的供给量更少。

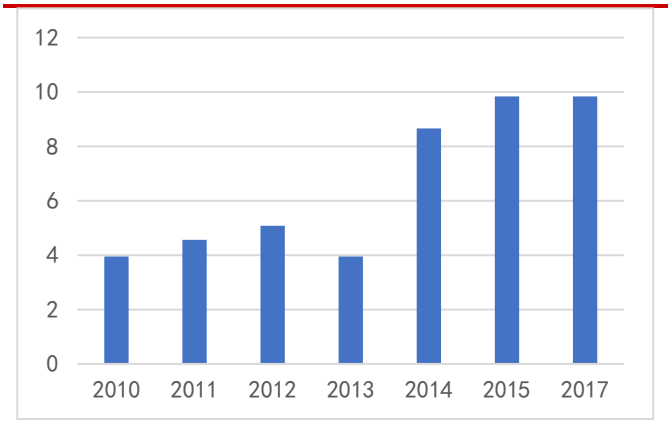
云南省羊奶主要用于养殖户的自产自销，养殖规模化企业也非常少。根据《中国奶山羊产业发展综述》的数据，2017 年云南省奶山羊存栏量达 61.33 万只，羊奶产量达 9.85 万吨；在奶山羊产业集中的泸西、石林、陆良以及建水县，整体产业的收益约为 1.5 亿元。2017 年，云南省规模养殖企业有两家，主要生产可直接食用的羊奶产品和乳清粉、全脂乳粉、调制乳粉(婴幼儿配方乳粉除外)等产品。

图表 10　云南省奶山羊存栏量（万只）



资料来源：《中国奶牛》，华西证券研究所

图表 11　云南省山羊奶产量（万吨）

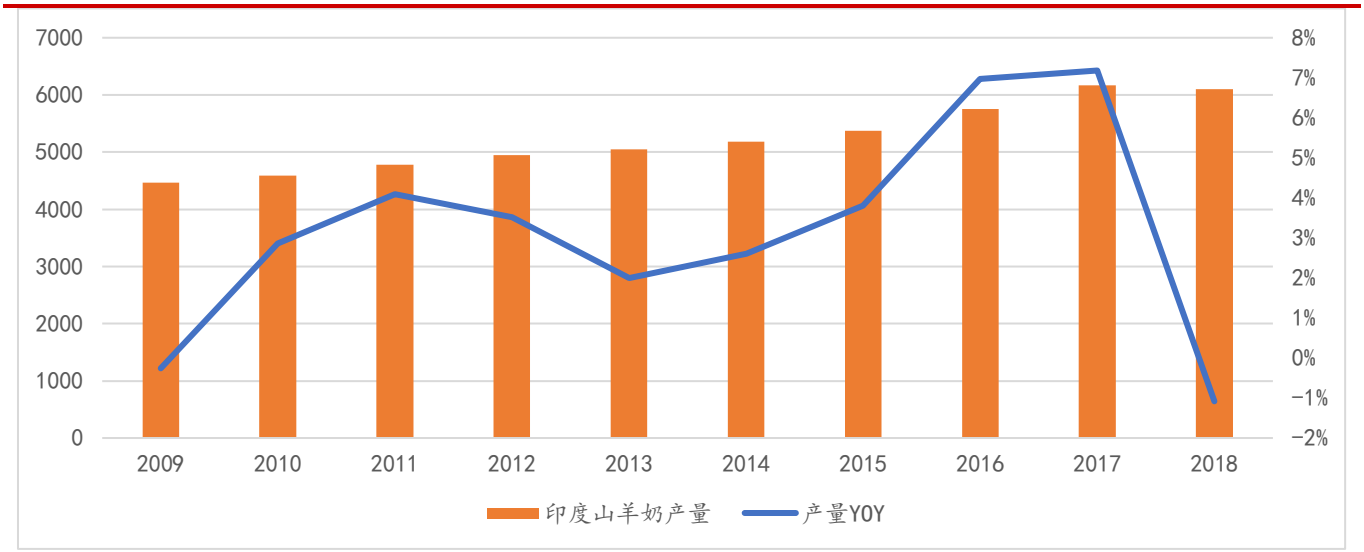


资料来源：《中国奶牛》，华西证券研究所

除以上国内奶山羊养殖和羊奶产出重点区域外，东北和内蒙古地区也是国内比较重要的奶山羊养殖基地。东北地区从 1930 年英、德等外国传教士将萨能奶山羊带入吉林省延边市开始，经历了多种国外优势山羊品种与当地品种的培育。2014 年黑龙江飞鹤乳业有限公司并购陕西关山乳业有限公司，不仅在陕西建立陕西绿能牧业有限公司，也在黑龙江泰来县建立集养殖、饲料、加工等为一体的奶山羊养殖基地，助推了东北地区奶山羊产业的发展。此外，根据《中国奶山羊产业发展综述》的数据，内蒙古 2012 年统计奶山羊存栏 45 万只，至目前已建立多家奶山羊企业。其他有条件，适合奶山羊产业发展的省份也在逐步加快奶山羊产业的发展。

1.2. 国外羊奶产区分布

图表 12　印度山羊奶产量（千吨）

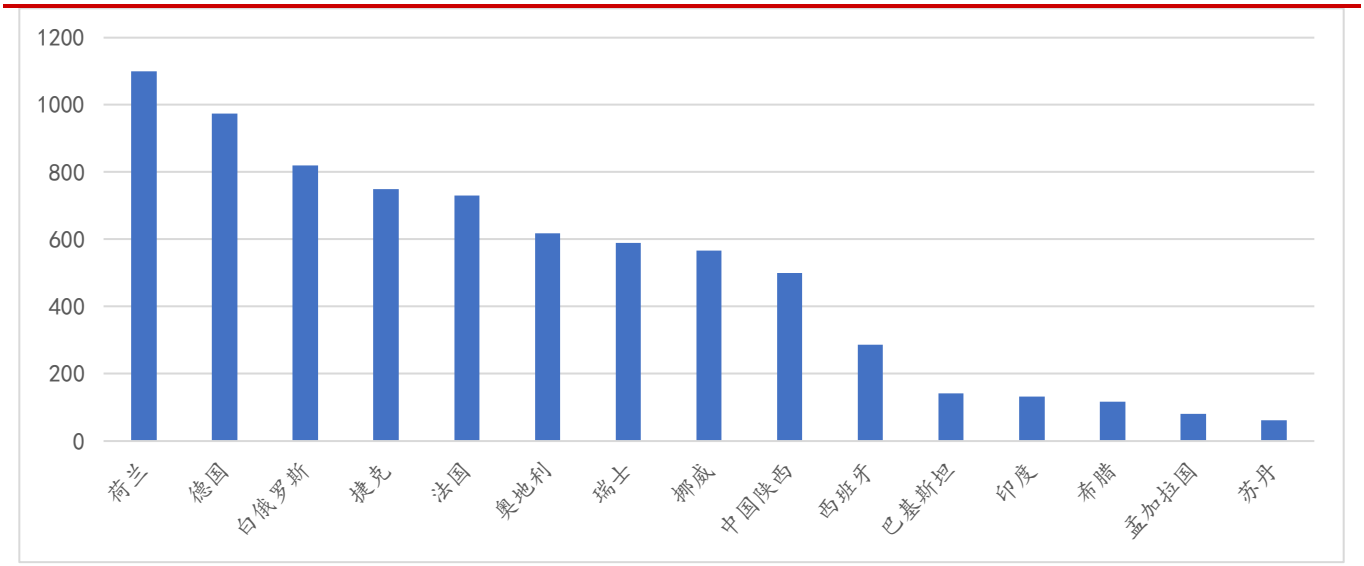


资料来源：印度农业部，华西证券研究所

亚洲是世界上山羊乳最大的产区，主要是由于印度是全球山羊乳产量最大的国家。根据印度农业部的数据，2018 年印度山羊奶产量约为 6098.73 千吨，约占全球山羊奶产量的 32.59%。根据 FAO 的数据，印度的山羊数量几乎占全部牲畜的 25%。但是印度农民为了从挤山羊奶中获得商业利润，忽视了对奶山羊进行优质繁育和管理，

导致兽医和药物服务等配套条件与当地养羊业的需求不相匹配，从而引起当地奶山羊种群退化。根据 FAO 的数据，印度羊奶单产量已经落到 133 公斤/只/年，远低于欧洲产区和中国陕西地区的羊奶单产量。

图表 13　全球主要羊奶产出国羊奶单产量对比（公斤/只/年）



资料来源：FAO，华西证券研究所

欧洲奶山羊存栏量较少，但是产奶量相对较高。欧洲最早拥有品质优良的奶山羊，全球奶山羊知名品种萨能奶山羊和吐根堡山羊等均出自欧洲。虽然欧洲奶山羊的出栏量相对较少，但是平均产奶量很高。根据 FAO 的数据，欧洲以 4.43%的奶山羊出栏量贡献了全球 25.75%的山羊奶产量。欧洲的奶山羊养殖和加工的产业化程度也较高，出产的鲜奶多用于制作奶酪等羊乳制品，经济效益可观。根据 FAO 的数据，单产最高泌乳羊的排名中，前八名荷兰、德国、白俄罗斯、捷克等均来自欧洲，其中荷兰是羊奶单产量最高的国家，能达到 1100 公斤/只/年。

奶山羊养殖分散，欧洲奶农形成“合作社”模式。由于奶山羊难以集中养殖，欧洲的奶山羊养殖主要依托家庭牧场，规模大多在 500-1000 只左右。为提高市场竞争力，欧洲小规模的奶农成立了“合作社”，使得生产技术、管理和经营更加专业化，提高了小规模奶农的经济效益和收益。欧洲羊奶产地国家非常重视产品附加值和和功能性的开发，出羊奶酪外，还用山羊奶生产肥皂、沐浴露洗发水等生活用品和化妆品。

图表 14　1986-2014 年荷兰奶山羊产奶数据

项目	1986 年	1991 年	1996 年	2001 年	2006 年	2011 年	2014 年
山羊农场数据量（个）	50	180	280	340	350	330	360
奶山羊数量（万只）	0.5	3.6	7.8	12	18	21.5	26
山羊产奶量（千吨）	2.5	24	55	97	148	180	220

资料来源：《饲料与畜牧》，华西证券研究所

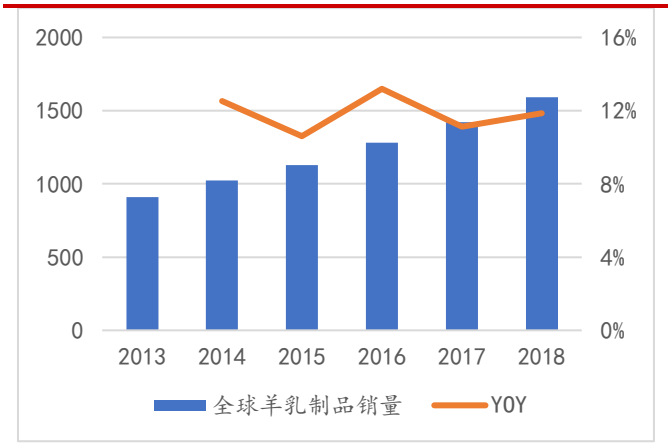
虽然产量较少，但是荷兰羊奶产业位居世界前列。根据《饲料与畜牧》的数据，2014 年荷兰有 360 个山羊农场，约有产奶奶山羊 26 万只，全年产奶量约 22 万吨。荷兰新鲜羊奶出口占比约为 10%，16%羊奶用于制作奶粉，72%羊奶用于制作奶酪。与

奶农产业相比，荷兰的奶山羊占比虽小，但奶山羊产奶量、农场数量和养殖数量持续提升，荷兰羊奶产业逐渐发展，位居世界前列。但由于近年来荷兰羊奶回收价格浮动较大，在 0.25-0.85 欧元/升之间，而奶农的成本价格是 0.55 欧元/升，所以奶农的收入并不稳定。

2. 国内市场主要品牌奶源布局

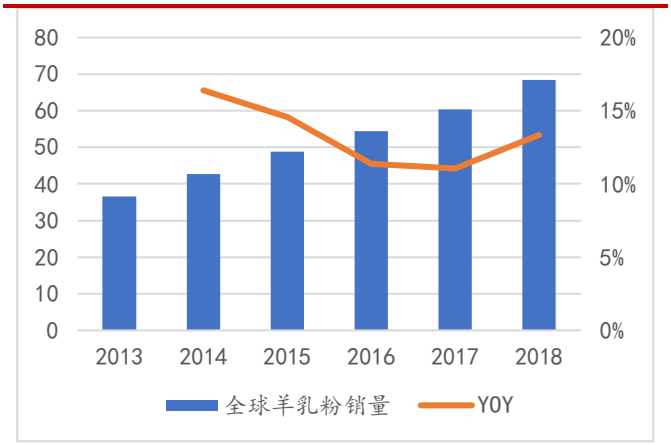
全球羊乳制品和羊乳粉销量持续上涨，中国羊奶粉市场规模不断上升。根据《中国乳业》的数据，2017-2018 年全球羊乳制品销量分别为 1421.79 和 1590.34 万吨，2018 年全球羊乳制品销量同比增长 11.85%。2017-2018 年全球羊乳粉的销量分别为 60.38 和 68.43 万吨，2018 年全球羊乳制品销量同比增长 13.32%。全球其他羊乳制品（除液体羊乳、羊乳粉外）销量约为羊乳粉的一半，2017-2018 年全球其他羊乳制品销量分别为 29.73 和 33.72 万吨，2018 年全球其他羊乳制品销量同比增长 13.41%。根据观研天下的数据，中国羊奶粉市场规模逐年上升，预计 2020 年规模达到 100 亿元，2013-2020 年羊奶粉市场规模 CAGR 为 18.65%。

图表 15　2013-2018 全球羊乳制品销量（万吨）



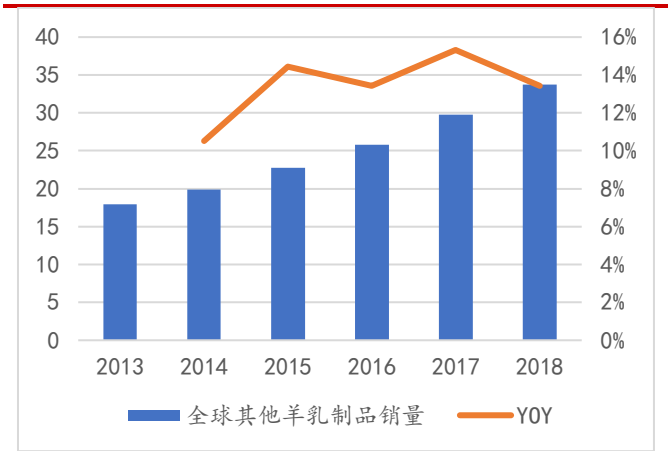
资料来源：FAO，华西证券研究所

图表 16　2013-2018 全球羊乳粉销量（万吨）



资料来源：FAO，华西证券研究所

图表 17　2013-2018 全球其他羊乳制品销量（万吨）



资料来源：FAO，华西证券研究所

图表 18　2013-2020 中国羊奶粉市场规模（亿元）

资料来源：观研天下，华西证券研究所

随着羊奶粉市场份额不断提升，国内外奶粉品牌逐渐加入到国内羊奶粉行业的竞争中。目前国内较为知名的羊奶粉品牌主要有佳贝艾特、蓝河、拉朵小羊、圣特

拉慕、可贝思、金领冠悠滋小羊、澳贝佳、御宝等。这些品牌国内的产区主要集中在陕西，国外的产区主要分布在澳洲的新西兰和澳大利亚以及欧洲的荷兰。

图表 19 几款羊奶粉品牌信息

乳企	羊奶粉品牌	工厂地点	乳源地
澳优	佳贝艾特	荷兰	荷兰
蓝河	蓝河	新西兰	新西兰
雅士利	拉朵小羊和多美滋	澳大利亚悉尼 Camperdown	澳大利亚
圣元营养	圣特拉慕	山东青岛	羊乳荷兰进口、羊乳清法国进口
合生元	可贝思	澳大利亚 Farmland Dairy	澳大利亚
伊利	金领冠悠滋小羊	中国黑龙江省	荷兰
和氏乳业	澳贝佳	中国陕西省宝鸡市陇县	中国陕西省宝鸡市陇县
百跃集团	御宝、百跃等	中国陕西省西安市阎良区	陕西省富平县；海外新西兰、欧洲等
小羊妙可	小羊妙可、佳瑞妙可等	中国陕西省宝鸡市陇县	中国陕西省宝鸡市陇县

资料来源：公开资料整理，华西证券研究所整理

澳优旗下佳贝艾特是中国羊奶粉龙头品牌。根据公司年报披露的数据，澳优拥有 8 个奶源地工厂，其中佳贝艾特系列羊奶粉工厂均位于荷兰。公司也是国产奶粉品牌中上游奶源布局最多的企业。澳优的羊奶供应商 HGM（Holland Goat Milk），2018 年 HGM 与荷兰 53 个羊奶奶农签订长期供给协议，对应的交付羊奶总量为 6.5 万公斤，占荷兰羊奶产量约 20%。荷兰的工厂将羊奶收集后直接提取乳清蛋白，根据公司公告的数据，2019 年公司投入 1.4 亿元在荷兰建设基粉塔，新基粉塔设计产能为 3.5 万吨，羊乳清年处理能力 4400 吨。

图表 20 澳优羊奶粉工厂统计

工厂	地址	主产品品牌	产能
Hyproca Lypack	荷兰	佳贝艾特悦白、海普若开荷致、悠蓝	2 万吨
Heerenveen Pluto B.V.	荷兰	佳贝艾特悠装、美优高经典、能力多	3.75 万吨

资料来源：公司公告，华西证券研究所整理

蓝河旗下主要产品为进口绵羊奶粉和山羊奶粉。蓝河为澳优前 CEO 陈远荣 2015 年创立，公司以 2 亿人民币在新西兰收购了新西兰蓝河乳业并设立工厂自主生产乳清蛋白。

飞鹤暂时没有羊奶粉产品，不过正在加拿大布局上游。2014 年，飞鹤曾宣布以 3 亿元资金收购陕西关山乳业 70%的股份，但是 2015 年 6 月，关山乳业被监管部门公示其生产的 5 批次羊奶婴幼儿配方奶粉产品未达到国家食品标准，两批次奶粉含有过量硝酸盐及三批次含有不足量的硒，导致控股股东的飞鹤因该事件产生了 1.55 亿元

的开支，因此，飞鹤于 2016 年 12 月，飞鹤将关山乳业出售。目前飞鹤旗下品牌没有婴儿配方羊奶粉产品，不过公司正在加拿大布局羊奶源，预计 2021 年下半年上市。

雅士利旗下羊奶粉品牌为拉朵小羊和多美滋。雅士利以蒙牛、达能、中粮、Arla 四家龙头企业为背书，积极布局全球奶源资源，于 2012 年起累计投资 14 亿元打造新西兰工厂，成为第一个在海外打造世界一流生产基地的中国奶企。公司旗下品牌朵拉小羊羊奶粉为澳洲原罐原装进口，多美滋羊奶粉奶源来自于欧洲与澳洲，

伊利和合生元旗下品牌分别推出羊奶粉产品抢占羊奶粉市场。2019 年 6 月合生元推出可贝思羊奶粉，2019 年 12 月伊利金领冠正式推出“悠滋小羊”，进军羊奶粉市场。根据公司官网介绍，金领冠悠滋小羊产品采用产自荷兰南部的北布拉邦省的纯山羊乳，而可贝思羊奶粉为 100%澳洲原罐直供。

图表 21　2018 年全球各地区羊奶产量、占比和销售额情况

地区	国家	产量（万吨）	占比
亚洲	中国	133	7.11%
	印度	609.87	32.59%
	总计	985.94	52.69%
欧洲	荷兰	32.5	1.74%
	总计	311.37	16.64%
非洲	总计	481.84	25.75%
其他地区	总计	91.88	4.91%
全球	总计	1871.21	100%

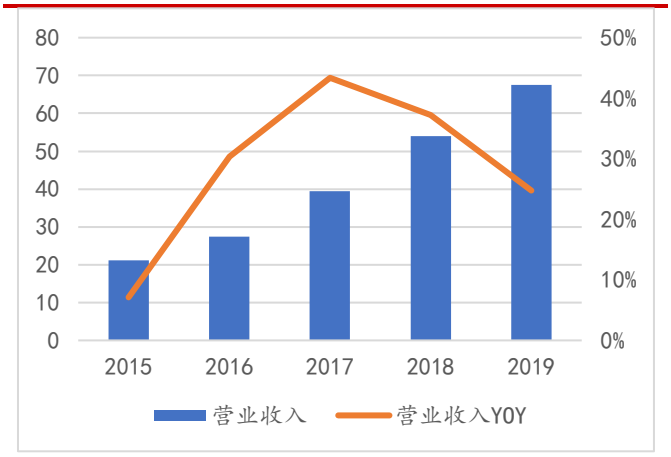
资料来源：公开资料整理，华西证券研究所整理

3. 羊奶粉龙头企业——澳优

2019 年公司实现营业收入和归母净利润的高增长，羊奶粉品牌佳贝艾特成为全球羊奶粉第一品牌。公司 2019 年实现营业收入 67.44 亿元，同比增长 24.80%；实现扣非后归母净利润 8.45 亿元，同比增长 50.46%。其中，公司羊奶粉板块始终维持高增长，自 2012 年以来年复合增速达 86.64%。2019 年，佳贝艾特实现营业收入 28.56 亿元，同比增长 40.46%；毛利率为 59.1%，略高于去年同期水平，成为全球第一个突破 20 亿规模的羊奶粉品牌。目前，佳贝艾特在全部羊奶粉（含进口+国产）的市占率约为 30%，连续四年稳居市场份额第一，在全部进口羊奶粉中市场份额超过 60%，稳坐全球羊奶第一品牌宝座。

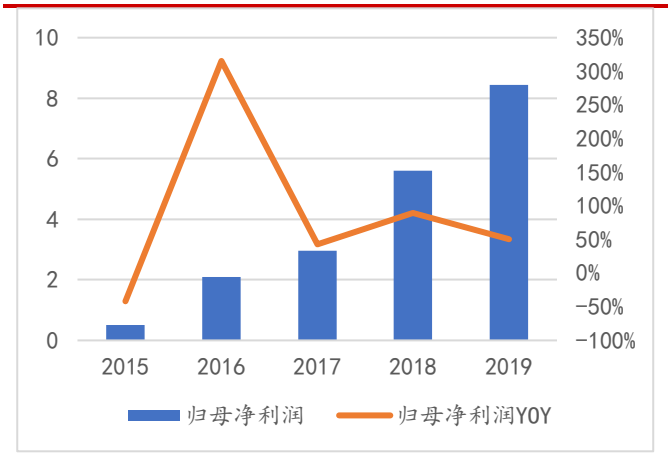
佳贝艾特口碑相传，品牌力与市场份额持续提升。在婴幼儿配方奶粉消费市场中，消费者在采购时除了品牌因素，更注重一个产品的口碑。佳贝艾特羊奶粉口味清淡，易吸收，无过敏反应，连续多年获得“羊奶粉口碑人气奖”。佳贝艾特事业部充分利用母婴论坛“妈妈圈”，口碑相传使得佳贝艾特的品牌力与市场份额持续提升。

图表 22 公司营业收入及增长率（亿元）



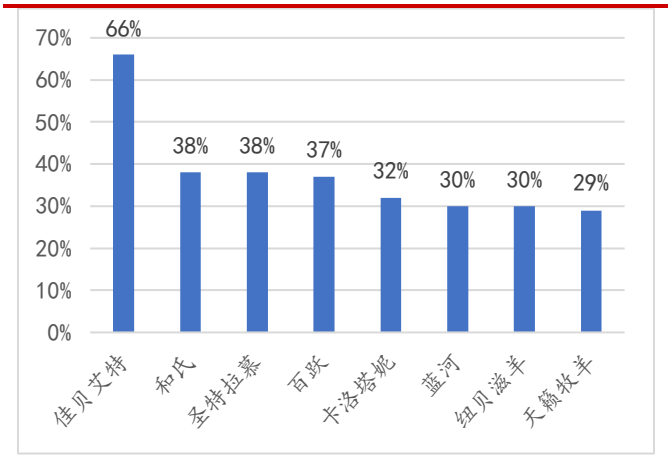
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图表 23 公司归母净利润及增长率（亿元）



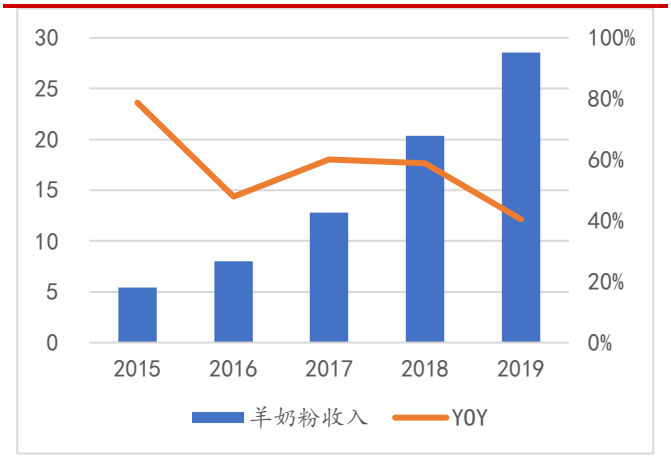
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图表 24 不同羊奶粉品牌知名度/市场渗透率



资料来源：奶粉智库，华西证券研究所

图表 25 公司羊奶粉营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

公司营业收入的增速处于行业内前列，得益于公司在 2015 年底进行管理体制机制调整后的全面发力，公司也因此进入了体制机制、产品、品牌结构不断完善的高速增长期。澳优历经四个发展阶段，目前处于高速增长阶段：

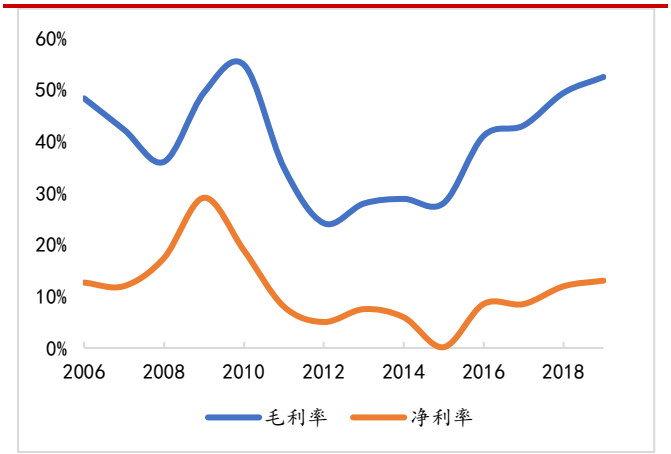
（1）起步发展阶段（2003-2009）：公司成立之初为婴幼儿奶粉分销商，2006 年与 Tatura（澳大利亚自有的最大婴幼儿配方奶粉制造商）合作开发能力多系列产品步入奶粉生产商行业，于 2009 年上市之前保持经营业绩快速上升。2006-2009 年收入平均增速为 83%，净利润平均增速为 154%（2003-2005 年业绩未披露）。

（2）战略变革阶段（2010-2011）：公司重整分销体系，将原交予分销商负责的营业推广活动转为公司直接负责，给予分销商的折扣政策也有所调整。在这一阶段，很多主要城市的分销商选择终止合作，导致销售出现短期中断，失去部分市场份额，业绩也出现大幅下滑。这一阶段公司收入平均增速为 8%，净利润平均增速为-50%。

（3）缓冲过渡阶段（2012-2015）：公司逐步调整其产品结构，2012 年引入美纳多系列奶粉，专攻三四线市场；2013 年推出海普诺凯 1897 品牌系列产品，定位高端市场；2014 年将现有能力多系列升级为“新能力多”系列，以适应消费者需求的变化。在这一阶段，公司处于产品调整的过渡缓冲期，以满足各类细分市场的需求，业绩增速稳步上升。这一阶段收入平均增速为 41%，净利润平均增速为 16%。

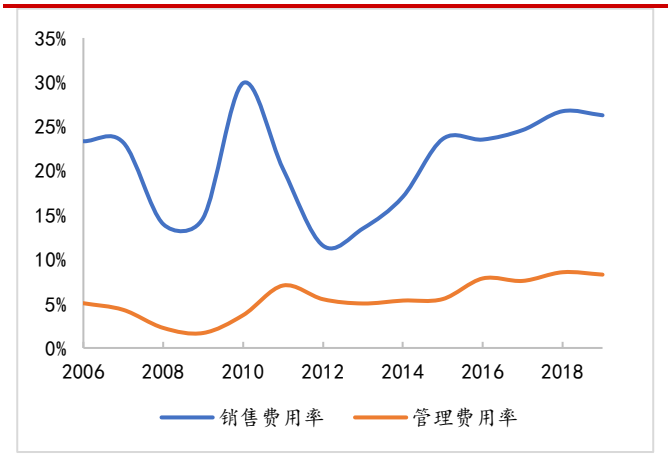
（4）高速增长阶段（2016-至今）：公司于 2015 年底进行管理团队重组，团队文化与激励机制均有所调整，团队利益共享以及榜样效应带动集团内部良性竞争。新管理层制定“黄金十年”战略计划，深度布局奶源供应链，并制定全球化战略愿景。2016 年收购营养品业务，持续推进业务结构再调整。受益于优质的团队文化、细分奶粉领域的突围以及全球化的分销网络布局，公司业绩持续高速增长，奶粉新政以及消费升级也为公司带来弯道超车的发展机遇。2016-2019，公司收入平均增速为 33.95%，净利润平均增速为 127.31%。

图表 26　2006-2019 年公司毛利率与净利率（%）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图表 27　2006-2019 年销售费用率与管理费用率（%）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

4. 盈利预测

公司从 2011 年开始在国外布局上游奶源，2015 年底进行管理团队重组，新管理层制定“黄金十年”战略计划，深度布局奶源供应链，并制定全球化战略愿景，并于 2016 年开始进入高速增长阶段。目前，澳优的羊奶粉和牛奶粉品牌产品在市场上均有很强的品牌影响力，贡献了公司 90%以上的毛利率。尤其是公司的羊奶粉产品，2019 年羊奶粉营业收入同比增长 40.46%。目前，佳贝艾特在全部羊奶粉(含进口+国产)的市占率第一，在全部进口羊奶粉中市场份额超过 60%，是全球羊奶第一品牌。公司核心优势在于羊奶粉行业的上游奶源以及品牌壁垒和行业未来的成长性，我们预计未来几年均有望实现 20%以上的增长。

预计公司 2020-2022 年实现收入分别为 82.8/101.3/122.2 亿元，分别同比增长+22.8%/+22.3%/+20.6%，归母净利润分别为 12.4/16.5/20.5 亿元，同比增速分别为+41.3%/+33.0%/+23.9%，对应 PE 分别为 17/13/11 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 28 澳优收入预测（百万元）

年份		2018	2019	2020E	2021E	2022E
	营收	4739	6225	7754	9573	11557
配方奶粉产品业务	YOY	44.29%	31.35%	24.56%	23.45%	20.73%
	毛利率	52.62%	55.83%	56.65%	57.06%	57.35%
	营收	2368	3167	4022	5028	6134
自家品牌配方牛奶粉	YOY	49.61%	33.75%	27.00%	25.00%	22.00%
	毛利率	54.76%	55.46%	55.60%	55.80%	56.00%
	营收	2033	2856	3570	4391	5270
自家品牌配方羊奶粉	YOY	58.88%	40.46%	25.00%	23.00%	20.00%
	毛利率	54.33%	59.14%	59.50%	59.80%	60.00%
	营收	338	202	161	153	153
私人品牌	YOY	-19.93%	-40.28%	-20.00%	-5.00%	0.00%
	毛利率	27.35%	14.70%	20.00%	20.00%	20.00%
	营收	136	119	178	258	361
营养品业务	YOY	80.74%	-12.78%	50.00%	45.00%	40.00%
	毛利率	57.83%	43.56%	45.00%	46.00%	48.00%
	营收	514	392	350	300	300
其他业务	YOY	37.75%	-23.71%	-10.77%	-14.29%	0.00%
	毛利率	17.12%	1.62%	5.00%	5.00%	5.00%
	营收	5389.6	6736.2	8282.1	10130.9	12218.6
合计	YOY	37.3%	25.0%	22.8%	22.3%	20.6%
	毛利率	49.4%	52.5%	54.2%	55.2%	55.8%

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 29 澳优财务预测表

资产负债表	2019	2020	2021	2022
流动资产	4,974	4,873	6,832	9,093
现金	1,675	1,301	2,854	4,731
应收账款	420	454	563	608
存货	2,051	2,179	2,374	2,573
其他	828	940	1,041	1,181
非流动资产	3,369	3,039	2,814	2,562
固定资产	1,378	1,109	814	492
无形资产	1,011	1,081	1,151	1,221
租金按金				
使用权资产				
其他	980	849	849	849
资产总计	8,343	7,913	9,646	11,654
流动负债	3,013	3,047	3,172	3,188
短期借款	420	420	420	420
应付账款	338	387	527	569
其他	2,255	2,240	2,225	2,199
非流动负债	1,266	1,266	1,266	1,266
长期借款	784	784	784	784
租赁负债				
其他	482	482	482	482
负债合计	4,279	4,313	4,438	4,454
少数股东权益	48	49	50	51
股本	140	140	140	140
留存收益和资本公积	3,876	5,085	6,693	8,684
归属母公司股东权益	4,016	5,225	6,833	8,824
负债和股东权益	8,343	9,587	11,321	13,329

现金流量表	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流	971	1,219	1,613	1,949
净利润	878	1,242	1,651	2,045
折旧摊销	178	210	236	264
少数股东权益	1	1	1	1
营运资金变动及其他	-87	-233	-275	-361
投资活动现金流	-445	120	-11	-11
资本支出	-297	-11	-11	-11
其他投资	-148	131	0	0
筹资活动现金流	-254	-39	-48	-60
借款增加	128	0	0	0
普通股增加	11	0	0	0
已付股利	-208	-39	-48	-60
其他	-186	0	0	0
现金净增加额	225	1,301	1,553	1,878

利润表	2019	2020	2021	2022
营业总收入	6,744	8,282	10,131	12,219
营业成本	3,203	3,791	4,535	5,403
销售费用	1,772	2,236	2,685	3,238
管理费用	558	696	841	1,014
财务费用	6	6	6	6
营业利润	1,073	1,559	2,071	2,564
利润总额	1,107	1,553	2,065	2,558
所得税	228	311	413	512
净利润	879	1,242	1,652	2,046
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	878	1,242	1,651	2,045
EBITDA	1,119	1,769	2,307	2,828
EPS（元）	0.54	0.77	1.02	1.27

主要财务比率	2019	2020	2021	2022
成长能力				
营业收入	24.80%	22.80%	22.32%	20.61%
营业利润	51.18%	45.34%	32.83%	23.83%
归属母公司净利润	38.31%	41.34%	32.96%	23.90%
获利能力				
毛利率	52.45%	54.22%	55.24%	55.78%
净利率	13.03%	15.00%	16.30%	16.75%
ROE	21.87%	23.76%	24.16%	23.18%
ROIC	0.14	0.19	0.20	0.20
偿债能力				
资产负债率	51.29%	54.51%	46.01%	38.22%
净负债比率	-0.12	-0.02	-0.24	-0.40
流动比率	1.65	1.60	2.15	2.85
速动比率	0.84	0.76	1.28	1.92
营运能力				
总资产周转率	0.81	1.05	1.05	1.05
应收账款周转率	16.04	18.25	18.00	20.10
应付账款周转率	9.48	9.80	8.60	9.50
每股指标（元）				
每股收益	0.54	0.77	1.02	1.27
每股经营现金	0.60	0.75	1.00	1.21
每股净资产	2.52	3.26	4.26	5.49
估值比率				
P/E	18.57	17.34	13.04	10.53
P/B	4.01	4.08	3.13	2.43
EV/EBITDA	21.34	13.50	10.35	8.44

资料来源：WIND、华西证券研究所

图表 30 可比公司估值对比

代码	证券简称	总市值（亿元）	市盈率 PE				EPS	
			TTM	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
1717.HK	澳优	215.69	21.89	17.34	13.04	10.53	0.77	1.02	1.27
6186.HK	中国飞鹤	1226.66	30.91	23.69	18.67	15.32	0.58	0.74	0.90
1112.SH	H&H 国际控股	199.59	19.69	16.85	13.67	12.29	1.83	2.26	2.51
1230.HK	雅士利国际	23.58	20.81	28.55	24.30	-	0.02	0.02	-

资料来源：WIND、华西证券研究所

5. 风险提示

1) **新生儿人口数量持续下降的风险：**近年国内新生儿数量持续下降，如果未来新增人口仍然达不到预期，可能会有由于目标客群人数下降，导致的行业增长乏力的风险。

2) **食品安全风险：**羊奶保质期较短，如果因为生产或运输过程中操作不当导致食品安全、产品质量或其他问题，可能会引起行业黑天鹅。

3) **消费者需求转变风险：**由于突发性事件或消费者需求的转变，导致的羊奶粉产品需求下降，可能会有影响羊奶粉行业中企业的业绩和利益的风险。

4) **行业内竞争激烈带来的风险：**目前行业内竞争激烈，如果未来行业增长乏力，各个企业将会面临更剧烈的竞争，未来可能会出现过度竞争引起的价格战，从而导致企业盈利受损的风险。

分析师与研究助理简介

寇星：

华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

王厚：

华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

START YOUR FINANCE

起点财经，网罗天下报告